

左手飞信右手农信通，“平台+开放”向互联网转型

民生精品---深度研究报告/计算机应用行业

2011 年 05 月 25 日

报告摘要:

- **飞信合同仍将续签，续签商谈7月开始，中移动收回运营权有利于公司发展**
中移动已向公司发出通知，7 月份续约商谈即将开始，公司继续为飞信提供运维服务日渐明确。如果中移动从卓望公司收回运营权，将减少了业务审核环节，减少了利润分流，可提高神州泰岳的盈利能力，有利于公司发展。
- **“平台化+开放化”引领公司向互联网华丽转身**
飞信和农信通的平台化和开放化正引领公司向互联网转型，公司将不再仅仅是系统运维商，而是开始参与业务的运营和收入分成。飞信开放平台或在 6 月底正式发布。在平台运维费用之外，CP 接入分成和自有增值业务分成将成为公司新的收入来源。
- **飞信开放平台的启动将驱动飞信活跃用户2011年突破1亿户**
我国移动 IM 活跃用户增速远高于注册用户数增速，飞信用户增速高出移动用户一倍。随着中移动对外开放飞信平台引入增值业务，活跃用户渗透率将不断提高，从而保障飞信活跃用户数以及公司飞信收入继续快速增长。2011 年活跃用户可达 1.06 亿户，收入 6.57 亿元。
- **农信通即将爆发式增长，2011年用户可达800万，公司收入1亿元**
2011 年下半年农信通即可在全国铺开，农信通进入爆发式增长期。业务收入来源多元化，除平台建设和运营支撑费外，还可与 CP 收入分成，以及与中移动各省分公司的增值业务分成。2011 年用户可达 800 万，公司收入 1 亿元，农信通有望成为公司的第二个“飞信”。
- **IT运维管理业务需求稳定增长，2011年收入增速将保持30%以上**
三大运营商之间的竞争日益加剧，对 IT 运维管理的需求持续稳定增长。公司作为国内领先的 IT 运维管理整体解决方案提供商，在 IT 运维管理领域连续多年处于领先地位。预计 2011 年运维业务收入将保持 30% 以上增长，实现营业收入 4.12 亿元。
- **预计未来三年公司净利润CAGR可达33.11%，目前股价相对行权价的安全边际充分**
预计 2011-2013 年公司实现归属母公司股东净利润分别为 4.72 亿元、6.28 亿元和 7.73 亿元，CAGR 33.11%；实现每股收益分别为 1.24 元、1.66 元和 2.04 元。首次给予“谨慎推荐”评级，合理估值区间为 40.37 元~43.63 元，对应 2011 年 PE 在 33~36 倍之间。目前股价相对行权价格拥有一倍的上升空间，安全边际充分。
- **股价催化剂**
公司与中移动的合同续签谈判结束，明确续签；飞信平台按计划开放，增值业务引入和融合将扩大公司的收入规模；

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	842	1,169	1,516	1,978
增长率(%)	16.42%	38.94%	29.65%	30.49%
归属母公司股东净利润(百万元)	328	472	628	773
增长率(%)	21.29%	43.96%	33.10%	23.09%
每股收益(元)	1.04	1.24	1.66	2.04
PE	28.78	24.04	18.08	14.69
PB	/	3.67	3.05	2.53

资料来源：民生证券研究所

谨慎推荐

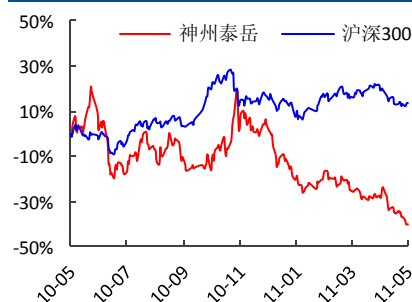
首次评级

合理估值：40.37—43.63 元

交易数据 (2011-05-25)

收盘价(元)	29.93
近 12 个月最高/最低	76.80/28.21
总股本(百万股)	379.20
流通股本(百万股)	103.28
流通股比例%	27.24
总市值(亿元)	113.49
流通市值(亿元)	30.91

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：黄文戈
 执业证书编号：S1450210030004
 电话：(8610)8512 7650
 Email: huangwenge@mszq.com

联系人：张彤宇
 电话：(8610)8512 7653
 Email: zhangtongyu@mszq.com

相关研究

目 录

一、飞信合同仍将续签，续签商谈 7 月份开始	3
(一) 中移动已向公司发出通知，7 月份续约商谈即将开始，飞信到期合同不会终止	3
(二) 在续约商谈中公司具有一定的议价能力	3
(三) 中移动从卓望收回飞信运营权有利于公司发展	3
二、“平台化+开放化”，公司向互联网华丽转身	3
(一) 飞信和农信通的平台化和开放化使公司向互联网转型	3
(二) 对内整合，对外开放：飞信平台化和开放化将促活跃用户再上台阶	4
(三) “支撑+运营”，农信通增值业务分成将扩大公司收入来源	5
三、飞信开放平台的启动将驱动飞信活跃用户 2011 年突破 1 亿户	6
(一) 我国移动 IM 活跃用户增速远高于注册用户数增速，用户发展进入存量激活的精耕时代	6
(二) 飞信用户增速高出移动用户一倍，市场份额上升为 28.5%	7
(三) 飞信的发展趋势是业务融合和平台化	9
(四) 随着渗透率的快速提升，2011 年飞信活跃用户数将突破 1 亿户	10
四、农信通即将爆发式增长，公司 2011 年收入可达 1 亿元	10
(一) 农信通面向全国铺开，即将进入爆发式增长期	11
(二) 预计 2011 年农信通用户将达 800 万户，公司收入 1 亿元	12
五、IT 运维管理需求稳定，业务收入将延续快速增长	12
(一) 运营商竞争的加剧，对运维支撑提出了持续的需求	12
(二) 预计 2011 年运维业务收入保持 30% 增长	13
六、估值与投资建议	14
(一) 关键假设与盈利预测：未来三年净利润 CAGR 为 33.11%	14
(二) 相对估值：合理估值为 43.4 元	15
(三) 绝对估值：合理区间在 37.49 ~ 43.63 元之间	16
(四) 估值结果与投资建议：“谨慎推荐”评级，合理估值为 40.37 元 ~ 43.63 元	16
(五) 当前股价距行权价格有一倍上升空间，安全边际充分	16
七、股价催化剂与风险提示	16
(一) 股价催化剂	17
(二) 风险提示	17
插图目录	19
表格目录	19

一、飞信合同仍将继续签，续签商谈 7 月份开始

（一）中移动已向公司发出通知，7 月份续约商谈即将开始，飞信到期合同不会终止

公司与中移动 2009 年签署的飞信合作合同将于 2011 年 10 月底到期，由于 4 年多的 IM 业务合作，使中移动更换技术支撑提供商的转换成本非常高，因此合同到期后终止续约的可能性基本不存在。目前，中移动已向公司发出通知，7 月份续约商谈即将开始，对合同的具体细节进行确认。

（二）在续约商谈中公司具有一定的议价能力

1、公司与中国移动已形成牢固的互相依存关系

2007 年 3 月，公司即开始为中国移动飞信业务提供全方位运维支撑外包服务。作为飞信平台的缔造者，从平台搭建初期的系统软硬件集成，到 2008 年以后的技术服务和维护管理，公司的服务内容涵盖了飞信业务的方方面面。目前，中移动的飞信机房已建在神州泰岳，飞信业务与公司已基本融为一体。

2、2000 余人的技术支撑团队难以复制和替代

目前，公司为飞信业务提供技术支撑服务的员工达 2000 余人。运维支撑是定制化非常强的业务，既需要支撑方在通信行业拥有长期的技术积淀，又需要与客户通过多年磨合，对客户需求形成深刻的理解。2000 人的技术团队和 4 年的磨合经验与理解是无法在短期内复制并找到替代者的。

3、作为最大的运营商 IM 业务技术提供商，公司具有一定的议价能力

由于公司是为运营商提供 IM 技术支持的最大厂商，拥有运营千万级 IM 用户的行业经验和技術能力，具有一定的不可替代性，因此公司在 7 月份与运营商的续约商谈中也具有一定的议价能力。

（三）中移动从卓望收回飞信运营权有利于公司发展

从我们所得到的市场信息来看，中移动很可能会将飞信运营权从下属子公司卓望收回，中移动重新成为飞信运营的主体。这意味着今后公司将与中移动直接签订飞信运维支撑合同，而不是如之前的与卓望签约。我们认为这将有利于神州泰岳的发展，首先，公司直接向中移动负责，减少了项目开发的审核环节，提高了运营效率；其次，没有卓望的利润分流，将提高公司的盈利能力。

二、“平台化+开放化”，公司向互联网华丽转身

（一）飞信和农信通的平台化和开放化使公司向互联网转型

公司在飞信业务、农信通业务的开发运营实践中,积累了丰富的互联网开发及运营经验,同时积极推进运作模式向互联网转型的工作,初步实现了从组织架构、思维模式、开发模式等的互联网运作模式转型。随着飞信和农信通业务的平台化和开放化进程的深入,公司已不再仅仅是系统的开发者和维护者,而开始参与业务的运营和收入分成,并实现向互联网企业的华丽转身。

(二) 对内整合, 对外开放: 飞信平台化和开放化将促活跃用户再上台阶

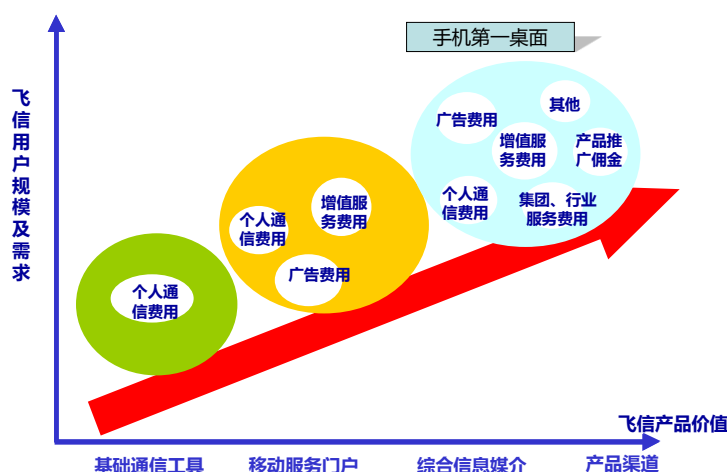
1、对内整合自有业务提高用户粘性

飞信在最初仅是一个即时通讯工具, 到目前已经拥有了 8000 万活跃用户, 庞大而高粘性的用户群使飞信蕴藏了巨大的潜在价值, 使中国移动决心将其打造成一个综合通信平台, 以此为依托通过增值业务的整合来实现移动业务用户的导入和价值发掘。

作为中国移动的手机第一桌面, 飞信将进一步整合移动网与互联网的优势资源, 在传统的 IM 业务之外, 增加定位、MMS、IVR、WAP、图铃等移动互联网功能, 将语音、视频、GPRS、文字、短信、彩信、手机邮箱、文件交换、内容共享、139 社区等多种通信方式深度融合。在客户方面, 从个人消费者向行业集团客户扩展。

目前, 神州泰岳对飞信的技术创新和升级力度一直在加强, 每个月都会有一个小版本推出升级, 每 3 个月都会有一个大版本推出升级。飞信新业务、新功能不断增加。诸如空间、139 邮箱、游戏中心、咪咕音乐、MM (移动商场) 和手机支付等移动增值业务已接入飞信平台。

图 1: 对内整合自有业务提高用户粘性



资料来源: 民生证券研究所

2、对外开放平台寻找新用户支点, 或在 6 月底正式发布

2010 年 3 月, 中国移动推出了开放邮箱注册功能的飞信 3.6 版本, 迈出了平台开放的第一步。PC 客户端无需中国移动手机号, 通过邮箱即可注册飞信使用。此举将打破飞信

长久以来只能通过移动手机号码进行注册的封闭局面,为原有飞信用户增加了其扩展好友的新途径,也为飞信用户发展的进一步加速打下了基础。

目前,中移动正在着手建设面向整个互联网行业的飞信开放平台,微博类网站、电商类网站、内容类网站、社区类网站都可以接入飞信平台,用户可以通过飞信短信、手机客户端、PC 客户端、手机飞信网和动态中心等方式与增值业务网站互动。移动互联网的发展将由内容和应用起主导作用,而飞信对互联网服务和内容的全面开放将从根本上解决用户发展瓶颈的问题。根据市场信息,飞信开放平台很可能将于 5 月 30 日内测,6 月 30 日正式发布。一旦平台开放正式启动,飞信活跃用户数将再跃上一个新台阶。

图 2: 飞信将成为面向整个互联网的开放平台



资料来源: 民生证券研究所

(三) “支撑+运营”, 农信通增值业务分成将扩大公司收入来源

“中国移动农村信息网”(农信通)是中国移动于 2006 年 10 月在重庆建立的面向全国、服务“三农”的网络平台。目前已经确立了“以语音服务为重点,以短彩信前向产品、集团信息化产品、后向产品为补充,构建以热线为基础的综合应用体系,把 12582 热线办成农民的 12580,打造为农村、农民的信息中心”的产品发展思路。

对于农信通业务,公司从一开始就不仅仅是平台的开发者,而同时也是应用业务提供者和运营者。目前公司开发维护和运营着“百事易、政务易、商贸易、务工易”等农信通核心产品。因此,公司的农信通业务收入主要有三个来源:

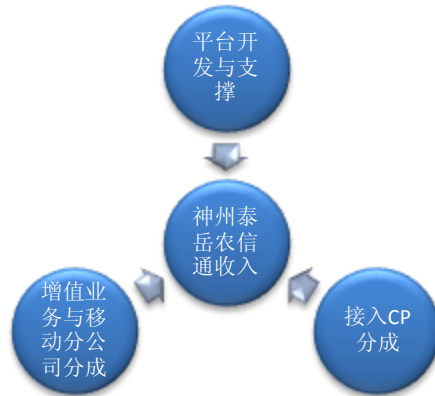
一是农信通的平台建设和运营支撑费用,按合同定额执行;

二是其他公司的增值业务接入分成,公司作为平台的建设与运维方,与接入平台的 CP 进行收入分成。按照中移动以往惯例,公司作为平台运维厂商与重庆移动平分 15% 的收入,即公司获得 7.5% 的收入;

三是公司自己开发的增值业务分成,如“务工易”,将会与中国移动的各省分公司分

别协商分成，参照可比公司预计按 5: 5 分成。

图 3: 公司农信通业务收入来自于三个方面



资料来源：民生证券研究所

三、飞信开放平台的启动将驱动飞信活跃用户 2011 年突破 1 亿户

（一）我国移动 IM 活跃用户增速远高于注册用户数增速，用户发展进入存量激活的精耕时代

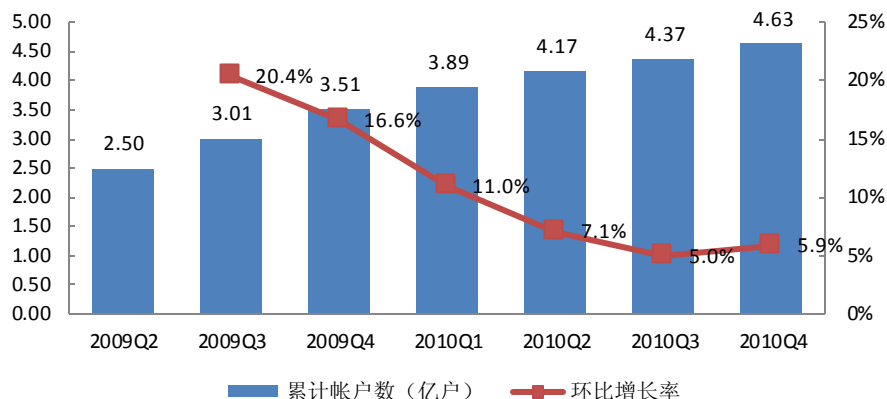
2010 年，我国手机网民规模继续扩大，截至 2010 年 12 月，手机网民达 3.03 亿，较 2009 年底增加了 6930 万人。2010 年，手机网民较传统互联网网民增幅更大，成为拉动中国总体网民规模攀升的主要动力，移动互联网展现出巨大的发展潜力。随着智能手机的普及和移动互联网的飞速发展，即时通讯也进入了一个新的阶段。IM 已经成为手机上普及最快的应用，调查数据显示，96% 以上的手机上网用户都在使用各类移动 IM 服务。众多厂商都希望通过掌控移动即时通讯市场来掌控移动互联网的入口，从而赢得移动互联网大战的先机。

我国移动 IM 市场在经历了连续几年的快速增长后，2009 年以后增速逐季放缓，到 2010 年进入了一个相对的平稳增长阶段。根据易观智库的数据显示，2010 年第 4 季度中国手机 IM 市场注册账户数达到了 4.63 亿户，环比增长率为 5.9%，增速较 3 季度略有回升。

2010 年第 4 季度移动 IM 市场活跃用户数规模达到 2.41 亿户，环比增长 9.6%。从移动 IM 行业活跃账户数来看，虽然帐户增速也出现了放缓，但值得注意的是，自 2009 年第二季度以来，活跃账户增长率一直远高于注册账户数的增长率，最近几个季度的增长率几乎比注册帐户高出了一倍。这说明移动 IM 市场从粗放的跑马圈地时代，进入到了精耕细作时代，移动 IM 的活跃用户仍将稳定、较快增长，但在新增用户趋缓的情况下，这种增长的驱动力量将更多地来自于对现有存量用户的发掘和激活。对于用户需求的细分和挖掘以及新的增值业务的引入，将会一方面吸引新用户的加入，另一方面又将促进存量用户

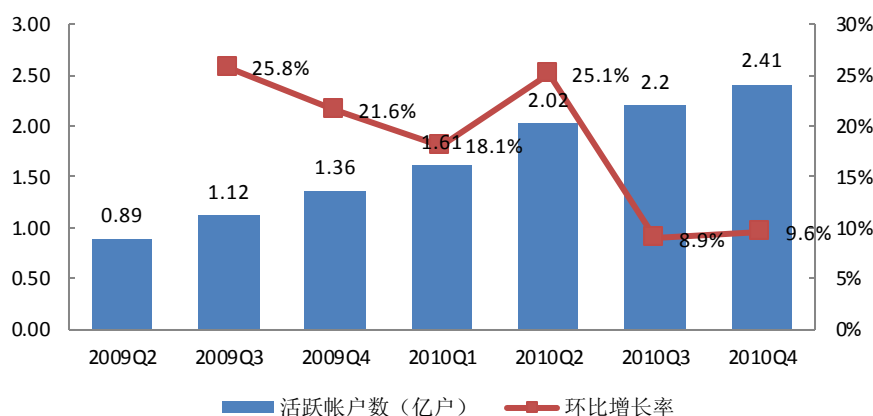
向活跃用户的转化。

图 4: 2009 Q2-2010Q4 中国手机 IM 累计注册账户数



资料来源: Enfodesk, 民生证券研究所

图 5: 2009 Q2-2010Q4 中国手机 IM 活跃账户数



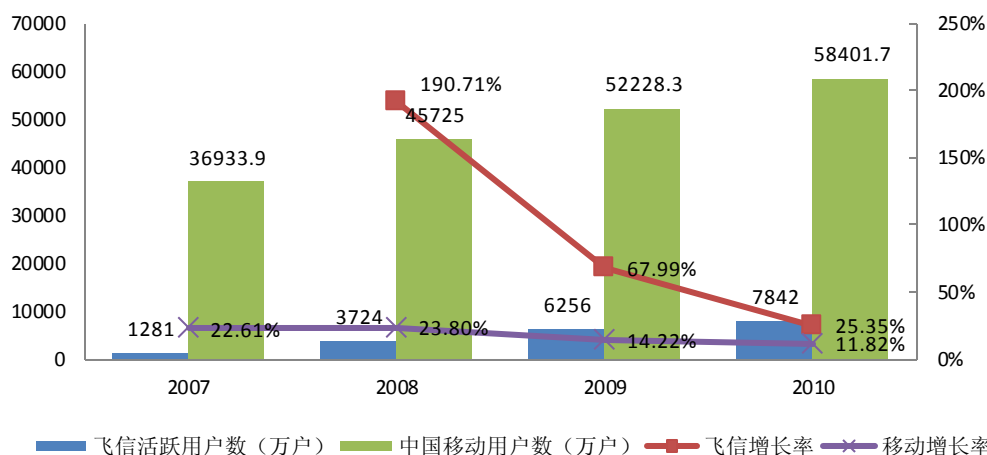
资料来源: Enfodesk, 民生证券研究所

（二）飞信用户增速高出移动用户一倍，市场份额上升为 28.5%

1、飞信用户增速高出移动用户增速一倍以上，脱离 KPI 后的增长更显生命力

飞信用户数从 2007 年 1281 万户到 2010 年的 7842 万户，三年间已经增长了 5 倍，虽然用户发展遇到过波折，但基本保持了快速增长的态势。2010 年初，飞信业务被调出中国移动 KPI 考核指标，由于移动分公司缺乏考核压力，飞信活跃用户数开始下降，从 2009 年的 6256 万户锐减到 2010 年年中的 5000 多万户。由于当时同时存在神州泰岳和卓望两个研发团队，协作效率较低，2010 年 5 月中移动撤掉了卓望公司的技术队伍，由神州泰岳全面负责飞信产品的研发设计、测试、上线等工作。2010 年 7 月开始，用户数开始回升，到 2011 年 3 月末活跃用户已达 8000 万户。在过去的一年里，飞信用户数实际上走出了触底反弹的过程。这充分说明飞信业务在脱离了 KPI 的外力强制性推动的情况下，依靠内生动力仍然可以实现快速发展，表现出更强的生命力。

图 6: 飞信用户增速一直快于移动用户增速一倍以上

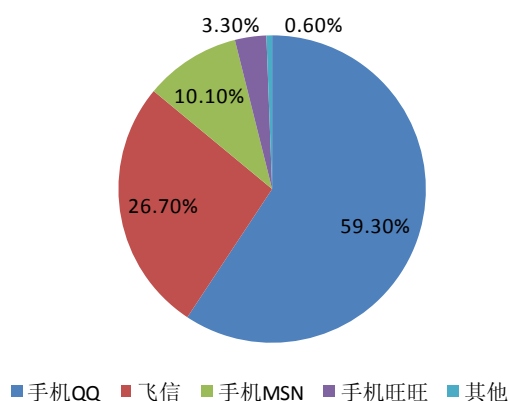


资料来源: 公司公告, 中移动公告, 民生证券研究所

2、移动飞信市场份额上升, 2010 年达 28.5%

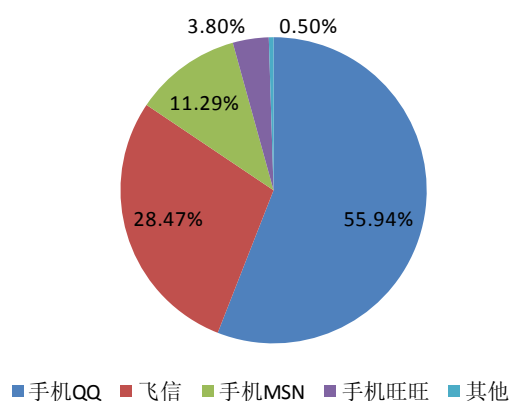
2010 年移动 IM 市场继续保持三足鼎立的局面, 即手机 QQ、手机飞信、手机 MSN 占据前三名。从活跃用户数方面来看, 移动 IM 活跃用户数在 4 季度达到了 2.41 亿户, 环比增长率为 9.7%。虽然手机 QQ 活跃账户数仍居市场第一, 但市场份额较第三季度下降了 3.8 个百分点, 占 56%。而与之相应的是, 移动飞信 4 季度的活跃账户数市场占有率比 3 季度上升了 4.8 个百分点, 达到了 28.5%。这说明移动飞信在移动 IM 市场中的地位继续在逐步提高。

图 7: 2010 年第 4 季度中国手机 IM 累计账户市场份额



资料来源: Enfodesk, 民生证券研究所

图 8: 2010 年第 4 季度中国手机 IM 活跃账户市场份额



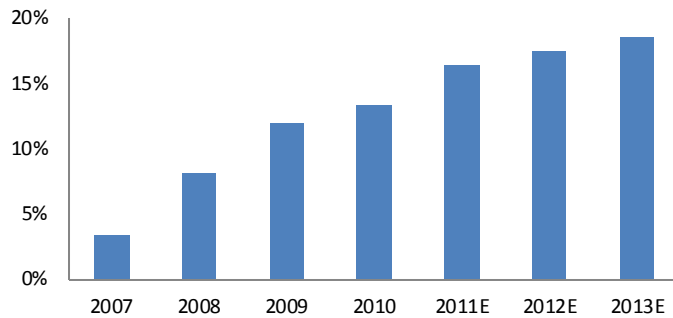
资料来源: Enfodesk, 民生证券研究所

3、飞信渗透率的不断提高将保障活跃用户继续快速增长

2010 年末的数据显示, 网民手机上网应用中, 手机即时通信仍然是渗透率最高的应用, 渗透率达到 67.7%。与整个移动 IM 市场的发展趋势相同, 总体看近年飞信用户的增速也出现了回落, 步入稳定增长阶段, 但飞信增速始终高出移动总用户数增速的一倍以上。

未来一方面飞信新发展用户会保持稳定增长,另一方面,随着活跃用户渗透率的不断提高,飞信业务将借助平台的开放、增值业务的引入和新开发,存量用户会不断得到激活,从而保障飞信活跃用户的继续快速增长。

图 9: 飞信活跃用户渗透率逐年提高



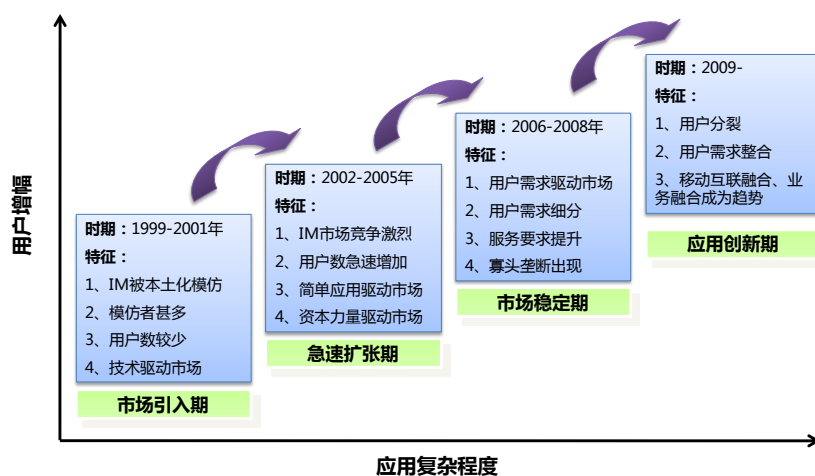
资料来源: 中移动公告, 民生证券研究所

(三) 飞信的发展趋势是业务融合和平台化

1、业务融合和平台化是移动 IM 的未来趋势

我国的移动 IM 业务从 90 年代末起步,经历了四个发展阶段。在市场导入期 IM 企业简单模仿国外产品、靠技术驱动市场;急速扩张期形成若干简单的移动互联网应用,靠资本驱动市场,用户数迅速增加;在市场稳定期,基础技术已趋成熟,细分用户需求成为市场的主要驱动因素,服务要求提升,并 IM 寡头企业出现。目前,IM 市场已经进入应用创新的阶段,用户消费习惯已经成熟,用户需求更加多样化,要求 IM 企业对各种类型的业务进行整合,在统一的平台提供一揽子移动互联服务,业务融合和平台化成为移动 IM 的未来发展趋势。

图 10: 业务融合是移动 IM 的未来趋势

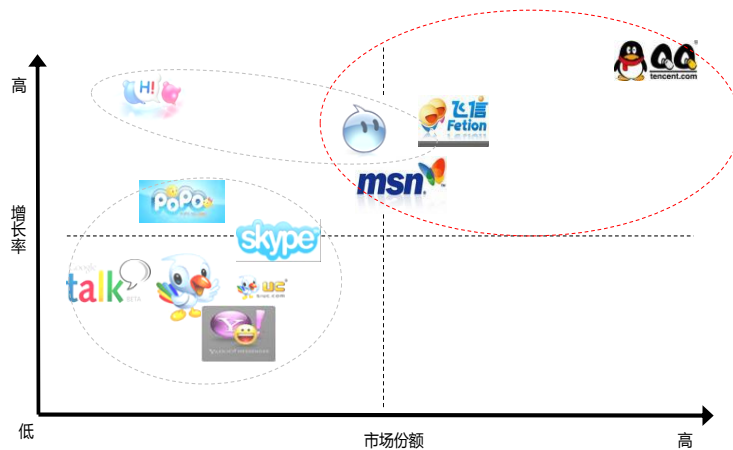


资料来源: 民生证券研究所

2、飞信向互联网化和平台化演进

从整个市场格局来看,移动 IM 市场形成了三个梯队:第一梯队是传统即时通讯(IM)企业和电信运营商,包括手机 QQ、手机飞信、手机 MSN。他们的发展趋势是传统 IM 企业向虚拟运营商演化,而电信运营商产品即飞信向互联网方向演化;第二梯队是电子商务公司或搜索引擎公司,例如阿里旺旺。他们的发展趋势是将主业所吸引的庞大客户转移到自营的 IM 系统;第三梯队是门户网站或网络音、视频厂商,例如新浪 UC 和 Skype 等,他们的发展趋势是基于自身技术优势,提高用户粘性。

图 11: 飞信的发展趋势是运营商产品的互联网化



资料来源: 中移动, 民生证券研究所

（四）随着渗透率的快速提升，2011 年飞信活跃用户数将突破 1 亿户

中国移动用户数增速近年出现减缓趋势,但仍然保持在 11%以上。随着 3G 业务的推广以及 TD 定制手机的日益丰富,预计 2011 中移动用户的增长仍会在 10%以上。而随着飞信开放平台的建成,飞信活跃用户的渗透率将快速提升,假设达到 16.5%,则飞信活跃用户数 2011 年将会达到 1.06 亿户,突破 1 亿户大关。如果按每户用户的平台维护费用 6.2 元计算,则 2011 年神州泰岳的飞信业务收入将达到 6.57 亿元。

表 1: 2011 年飞信活跃用户数将突破 1 亿户

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
飞信活跃用户数 (万户)	1281	3724	6256	7842	10599.91	12254.14	13990.72
飞信增长率	-	190.71%	67.99%	25.35%	35.17%	15.61%	14.17%
中国移动用户数 (万户)	36933.9	45725	52228.3	58401.7	64241.87	70023.64	75625.53
移动增长率	22.61%	23.80%	14.22%	11.82%	10%	9%	8%
飞信活跃用户渗透率	3.47%	8.14%	11.98%	13.43%	16.5%	17.5%	18.5%
折算每户用户的维护费用	6.85	7.46	7.05	6.26	6.2	6.2	6.2
公司的飞信业务收入 (万元)	8,773.92	27,783.08	44,102.83	49,120.76	65,719.43	75,975.65	86,742.48

资料来源: 民生证券研究所

四、农信通即将爆发式增长, 公司 2011 年收入可达 1 亿元

（一）农信通面向全国铺开，即将进入爆发式增长期

2010 年，农信通业务正式被中国移动纳入到基地化管理，其产品计划、推广目标与策略等方面业已确定并开始启动。按照中移动总裁李跃的要求，农信通资源投放要按照“721”的比例进行，即语音服务 70%，短信服务 20%，互联网服务 10%。12582 语音热线是主要服务形式，务工易和百事易是两大主打产品。

12582 热线服务：2011 年 1 月 1 日，中移动全国 31 省 12582 热线话务统一接入重庆，由基地中央座席提供服务，规模达到 5000 人，12582 语音查询全国开通。为支撑一级话务体系，中央信息库采用基地集中运营模式，为热线服务提供包括 10 大频道，62 栏目，170 多小类的信息内容支撑。一季度，12582 语音查询服务全国日均系统来话量 8 万次、人工来话量 2.2 万次。截止 3 月 13 日，中央信息库有效信息为 571.2 万条，日更新量 2.5 万条，招工信息、求职信息、价格行情、天气预报省级覆盖率达到 100%。

“务工易”：是面向新生代农民工、职校学生、城市蓝领打工人群的产品。以语音、短彩信、WAP、WEB 为载体，为务工人员提供岗位搜索、简历登记、招聘会、面试、培训、送工等就业相关服务；为企业用户提供人才招聘服务，及联合开展定向培训、线下送工等后向服务。公司根据各省个性化信息服务需求，为务工易共设计 31 个版本。截止 3 月，务工易用户达 322 万，其中收费版用户 16 万，3 元/月（短信、彩信、WAP），免费版用户 306 万。

“百事易”：是面向农村用户的普及型产品，为广大农户个性化定制的“城乡生活致富报”。目前已完成 12582 百事易体验版产品上线，完成 31 个省级版本开发，29 个省开通业务，并已为开通业务的省提供内容支撑。全网百事易收费版 2 元/月（短信、彩信），重庆百事易 0.15 元/次（拨打*102#）。

2010 年中移动明确农信通在全国推广，并纳入中移动经营指标，要求各省分公司成立专职部门运营农信通，目前全国 50% 的省分公司已经人员到位，预计 2011 年下半年农信通即可在全国铺开，农信通进入爆发式增长期。

图 12: 公司开发的务工易和百事易是农信通的两大主打产品



资料来源: 中移动, 民生证券研究所

(二) 预计 2011 年农信通用户将达 800 万户, 公司收入 1 亿元

目前, 中移动已经建立了两级信息采编机制, 基地通过自采编、CP 引入的方式, 主要负责“招聘求职、市场供求、气象农情”内容以及其他七大频道的全网内容; 各省主要负责“农业科技、政策法规、黄页信息、热点活动”等频道的本地化信息进行采编和引入。对于“招聘求职和气象农情”: 各省可以推荐合作 CP 与神州泰岳开展合作, 丰富招工信息。

目前, 务工易用户达 322 万, 预计 2011 年末全部农信通用户将达 800 万户。2010 年神州泰岳的农信通业务收入为 3,329.82 万元, 预计 2011 年将达到收入 1 亿元左右。公司已成功复制了飞信运维支撑外包服务模式, 农信通有望成为公司的第二个“飞信”。

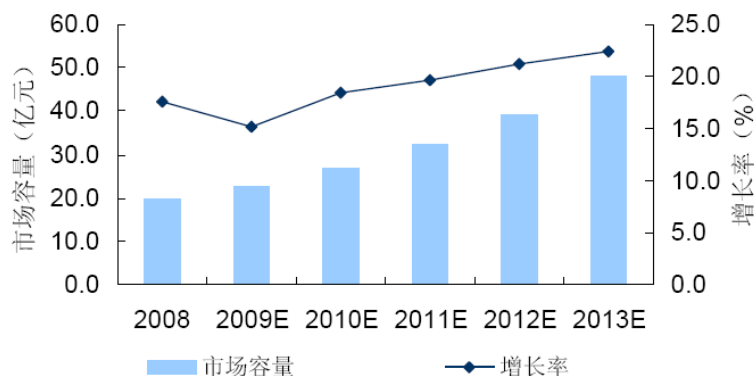
五、IT 运维管理需求稳定, 业务收入将延续快速增长

(一) 运营商竞争的加剧, 对运维支撑提出了持续的需求

在电信领域, 随着产业重组后全业务竞争格局的形成, 运营商将面临着网络同质化、资费同质化、业务同质化的局面, 最终竞争将集中到运营商的内部管理能力, 使其经营理念由“以网络为中心”向“以用户为中心, 以服务为导向”转变, 促使其加大 IT 运维管理投资, 提高整体运维管理水平, 从而保证信息服务质量, 提升客户的满意度, 降低因系统问题造成的有效收入流失。

2005 年至 2008 年我国的 BSM 解决方案市场的年均复合增长率达到 24.4%。2009 年至 2013 年我国的 BSM 市场容量将以 19.4% 的年均复合增长率保持高速增长, 至 2013 年达到 47.9 亿元的市场规模。

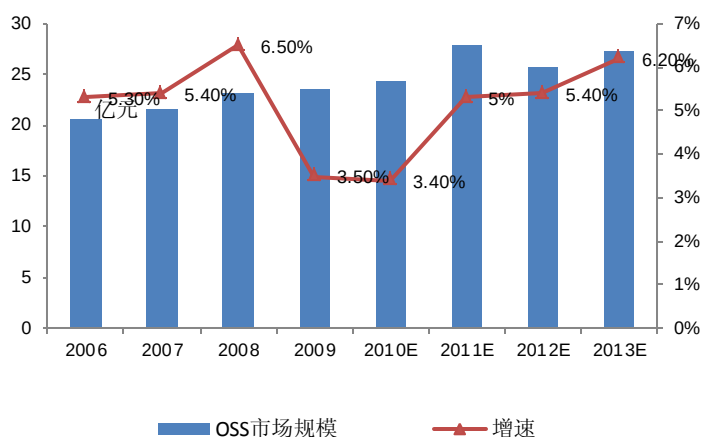
图 13: 2013 年我国 BSM 市场规模可达 47.9 亿元



资料来源: IDC 市场研究报告, 民生证券研究所

根据赛迪的预测, 2011 年国内 OSS 系统市场规模将达到 28 亿元左右, 未来三年增速保持在 5%-6%之间。

图 14: 预计 2011 年 OSS 系统市场规模将达到 28 亿元左右



资料来源: 赛迪, 民生证券研究所

（二）预计 2011 年运维业务收入保持 30% 增长

公司是国内领先的 IT 运维管理整体解决方案提供商, 具备 IT 运维管理产品开发与服务领域内的技术咨询、软件研发、系统建设、技术支持、优化辅导与运维外包等多项业务能力。

根据 IDC 的研究报告, 公司在国内 IT 运维管理领域连续多年处于领先地位, 2004 年至 2008 年, 公司在该领域的市场占有率分别为 15.0%、15.1%、19.3%、23.6%和 25.7%, 稳居第一且比例逐年提高。公司 OSS 客户以中移动为主, 三大运营商均有介入。

表 2: 公司在 OSS 领域的市场占有情况

电信运营商	项目类型	公司所占市场
中国移动	数据网管	14 省
	网管监控平台	总部+31 省
	BOSS 网管	6 省 (2 省局部)
	电子运维管理	总部+6 省
中国联通	增值业务综合网管	一期 (总部+31 省); 二期 (19 省+总部)
	WAP 业务网管	总部+全部 7 个大区节点
	扩展短信平台业务网管	总部+31 省
中国电信	业务集中监控平台	总部+25 省

资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

2010 年公司收购了北京友联创新系统集成有限公司 100% 的股权, 从而扩大了中国联通的 IT 运维市场。友联创新在联通及原网通拥有丰富的电信运维经验和客户基础, 将其技术及服务团队并入到公司各相关事业部, 共同从事 IT 运维管理相关业务, 大大增强了公司的运维竞争力, 迅速扩大了公司业务规模, 从而保障公司的 IT 运维管理业务继续快速增长。随着公司 IT 运维业务规模效应和三大运营商客户资源协同作用的显现, 我们预计 2011 年公司运维业务将保持略高于行业的速度增长, 达到 30%, 实现营业收入 4.12 亿元。

六、估值与投资建议

(一) 关键假设与盈利预测: 未来三年净利润 CAGR 为 33.11%

1、关键假设

一直以来, 飞信用户增速始终高出移动手机用户数增速的一倍以上。未来随着中移动对内整合自有业务、对外开放飞信平台、开发和引入增值业务, 不仅会继续吸引新用户入网, 而且会不断激活存量用户, 提高活跃用户的渗透率, 从而保障飞信活跃用户的继续快速增长。

- 随着 3G 业务的推广以及 TD 定制手机的日益丰富, 预计中移动用户的增长会基本保持稳定, 假设未来三年移动用户增长率分别为 10%、9%、8%; 随着飞信开放平台的建成, 飞信活跃用户的渗透率将继续上升, 假设未来三年分别达到 16.5%、17.5%、18.5%。
- 假设每户用户的平台维护费用在近年均值基础上略有下降, 按 6.2 元计算; 中移动从卓望收回飞信运营权对公司盈利能力将产生积极影响, 假设飞信毛利率未来三年基本稳定略有提高;
- 假设农信通业务可以实现 2011 年 800 万户的目标, 毛利率随着业务面向全国铺开, 规模效应的显现而逐年提升;

具体盈利预测假设如下:

表 3: 公司产品盈利预测假设

产品	指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
飞信	营业收入(百万元)	441.03	491.21	657.19	759.76	867.42
	YoY	58.74%	11.38%	33.79%	15.61%	14.17%
	营业成本(百万元)	-	127.08	144.58	174.74	199.51
	YoY	-	-	13.77%	20.86%	14.17%
	毛利(百万元)	-	364.13	512.61	585.01	667.92
	毛利率	-	74.13%	78%	77%	77%
农信通	营业收入(百万元)	19.18	33.30	99.89	199.79	359.62
	YoY	-	73.61%	200%	100%	80%
	营业成本(百万元)	-	17.11	42.95	83.91	147.44
	YoY	-	-	150.98%	95.35%	75.71%
	毛利(百万元)	-	16.18	56.94	115.88	212.18
	毛利率	-	48.60%	57%	58%	59%
运维管理 业务	营业收入(百万元)	262.55	317.12	412.26	556.55	751.34
	YoY	8.74%	20.72%	30%	35%	35%
	营业成本(百万元)	72.01	75.85	90.70	122.44	157.78
	YoY	-	5.34%	19.57%	35.00%	28.86%
	毛利(百万元)	190.53	241.27	321.56	434.11	593.56
	毛利率	72.57%	76.08%	78%	78%	79%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

2、盈利预测小结

我们预计 2011-2013 年公司实现营业收入分别为 11.69 亿元、15.16 亿元和 19.78 亿元, CAGR 32.96%; 归属母公司股东净利润分别为 4.72 亿元、6.28 亿元和 7.73 亿元, CAGR 33.11%; 实现每股收益分别为 1.24 元、1.66 元和 2.04 元。

(二) 相对估值: 合理估值为 43.4 元

公司当前股价对应 2011 年和 2012 年预测市盈率分别为 24.14 倍和 18.03 倍, 低于软件行业的平均水平 30.78 倍和 22.75 倍, 也低于多数与公司业务相近的为电信运营商提供系统支撑的公司估值水平。我们认为随着飞信活跃用户数的稳步增长, 以及农信通业务进入爆发期, 公司未来三年内将能够实现业绩较快增长, 因此给予公司略高于行业平均水平的预测市盈率 35 倍, 则合理估值为 43.4 元。

表 4: 可比公司估值水平

代码	简称	EPS			PE			PB(MRQ)	PS(TTM)
		2010	2011E	2012E	TTM	2011E	2012E		
行业均值（整体法）		0.42	0.67	0.88	50.22	30.78	22.75	4.64	6.30
002230	科大讯飞	0.63	0.64	1.12	95.65	63.59	36.24	9.64	21.90
002153	石基信息	0.95	0.93	1.26	50.06	38.64	28.65	12.61	17.36
002093	国脉科技	0.26	0.43	0.65	48.58	30.97	20.38	5.64	7.22
300166	东方国信	1.39	1.50	2.12	39.51	28.53	20.21	2.68	14.01
300002	神州泰岳	1.04	1.30	1.76	32.92	23.03	17.01	4.49	12.90
300047	天源迪科	0.61	0.63	0.86	33.73	21.30	15.54	2.15	8.03

资料来源: Wind, 民生证券研究所

(三) 绝对估值：合理区间在 37.49 ~ 43.63 元之间

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现。假设 2014 年以后收入增长率逐步下降，永续增长率为 3.00%，毛利率稳中有降，据此得到公司的绝对估值合理区间在 37.49 ~ 43.63 元之间，价值中枢为 40.37 元。

表 5: 公司 WACC 估值敏感性分析表

WACC	永续增长率						
	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%
14.42%	30.34	31.28	32.31	33.46	34.74	36.18	37.83
13.92%	31.47	32.44	33.52	34.72	36.06	37.57	39.28
13.42%	32.64	33.66	34.78	36.04	37.44	39.02	40.81
12.92%	33.87	34.93	36.11	37.42	38.88	40.53	42.40
12.42%	35.15	36.26	37.49	38.86	40.39	42.12	44.07
11.92%	36.49	37.66	38.94	40.37	41.97	43.78	45.82
11.42%	37.90	39.11	40.46	41.96	43.63	45.52	47.66
10.92%	39.37	40.64	42.05	43.62	45.37	47.34	49.58
10.42%	40.91	42.24	43.71	45.35	47.18	49.25	51.59
9.92%	42.52	43.92	45.46	47.17	49.09	51.25	53.70
9.42%	44.22	45.67	47.29	49.08	51.09	53.35	55.91

资料来源：民生证券研究所

(四) 估值结果与投资建议：“谨慎推荐”评级，合理估值为 40.37 元 ~ 43.63 元

公司将继续为中移动提供飞信运营支撑服务并续签合同是基本确定的事情，而且公司在近期即将开始的与中移动合同细则谈判中也拥有一定的议价能力。飞信平台开放和活跃用户渗透率的提升将会保障公司飞信业务的继续快速增长。农信通即将进入爆发期，公司对该业务的支撑和运营收入将进入收获季节。未来三年公司持续健康成长是大概率事件，因此我们给予公司“谨慎推荐”评级，结合相对估值和绝对估值，我们给予公司第一目标价区间 40.37 元 ~ 43.63 元。

(五) 当前股价距行权价格有一倍上升空间，安全边际充分

目前公司已完成股票期权激励计划首次授予的期权登记工作，本次授予的激励对象共 262 人、授予的股票期数量为 385.485 万股，均为公司中层管理人员、核心技术（业务）人员。行权条件是 2011 至 2014 年度，净利润较 2010 年度分别增长 20%、30%、50%、80%。2011 至 2014 年度，净资产收益率分别不低于 12%、13%、14%、15%。股票期权的行权价格是每股 60.31 元，相对目前 29.93 元的股价，已拥有一倍的上升空间，具有相当充分的安全边际。

七、股价催化剂与风险提示

（一）股价催化剂

- 公司与中移动的合同续签谈判结束，明确续签将彻底打消市场对公司前景的疑虑；
- 飞信平台按计划开放，增值业务引入和融合将扩大公司的收入规模；

（二）风险提示

- 在合同续约后，存在改变结算方式的可能，如果将按飞信活跃用户数结算改为固定支撑费用，则可能削减公司的飞信业务收入；
- 农信通面对的客户属低端人群，如果业务推广力度不足，用户认识度没有明显提升，则公司在该业务上的收入增长可能会低于预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表					资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	842	1,169	1,516	1,978	货币资金	1,678	3,472	3,962	4,537
减：营业成本	220	278	381	505	应收票据	4	2	2	4
营业税金及附加	11	14	17	24	应收账款	344	303	421	573
销售费用	29	35	39	49	预付账款	16	19	25	29
管理费用	253	344	431	587	其他应收款	7	17	21	31
财务费用	(33)	(10)	(19)	(21)	存货	71	54	82	120
资产减值损失	11	5	6	6	其他流动资产	0	0	0	0
加：投资收益	4	4	5	6	流动资产合计	2,118	3,867	4,513	5,294
二、营业利润	354	507	666	834	长期股权投资	76	101	135	180
加：营业外收支净额	12	18	19	21	固定资产	381	400	398	395
三、利润总额	365	525	685	856	在建工程	107	127	147	167
减：所得税费用	38	52	57	83	无形资产	0	0	0	0
四、净利润	327	472	628	773	其他非流动资产	0	0	0	0
归属于母公司的利润	328	472	628	773	非流动资产合计	624	628	680	741
五、基本每股收益 (元)	1.04	1.24	1.66	2.04	资产总计	2,743	4,495	5,193	6,035
主要财务指标					短期借款	0	1,345	1,345	1,345
项目	2010A	2011E	2012E	2013E	应付票据	0	0	0	0
EV/EBITDA	/	18.19	13.45	10.14	应付账款	44	55	87	103
成长能力：					预收账款	75	50	77	119
营业收入同比	16.42%	38.94%	29.7%	30.49%	其他应付款	4	3	4	4
营业利润同比	24.9%	43.3%	31.3%	25.3%	应交税费	5	6	6	5
净利润同比	21.13%	44.29%	33.0%	23.1%	其他流动负债	0	0	0	0
营运能力：					流动负债合计	171	1,459	1,519	1,577
应收账款周转率	3.38	3.62	4.19	3.98	长期借款	0	0	0	0
存货周转率	14.89	18.76	22.30	19.58	其他非流动负债	14	19	24	30
总资产周转率	0.33	0.32	0.31	0.35	非流动负债合计	14	19	24	30
盈利能力与收益质量：					负债合计	189	1,479	1,543	1,607
毛利率	73.9%	76.2%	74.9%	74.5%	股本	316	379	379	379
净利率	39.0%	40.4%	41.4%	39.1%	资本公积	1,562	1,562	1,562	1,562
总资产净利率 ROA	12.7%	13.0%	13.0%	13.8%	留存收益	673	1,145	1,773	2,547
净资产收益率 ROE	13.6%	16.7%	18.4%	18.8%	少数股东权益	3	3	2	2
资本结构与偿债能力：					所有者权益合计	2,554	3,089	3,717	4,489
流动比率	12.40	2.65	2.97	3.36	负债和股东权益合计	2,743	4,568	5,260	6,096
资产负债率	6.9%	32.9%	29.7%	26.6%	现金流量表				
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
每股指标 (元)					经营活动现金流量	196	516	535	627
每股收益	1.04	1.24	1.66	2.04	投资活动现金流量	(561)	(81)	(69)	(79)
每股经营现金流量	0.52	1.36	1.41	1.65	筹资活动现金流量	(37)	15	23	27
每股净资产	6.73	8.15	9.80	11.84	现金及等价物净增加	(402)	450	489	575

资料来源：民生证券研究所

插图目录

图 1: 对内整合自有业务提高用户粘性	4
图 2: 飞信将成为面向整个互联网的开放平台	5
图 3: 公司农信通业务收入来自于三个方面	6
图 4: 2009 Q2 -2010Q4 中国手机 IM 累计注册账户数	7
图 5: 2009 Q2 -2010Q4 中国手机 IM 活跃账户数	7
图 6: 飞信用户增速一直快于移动用户增速一倍以上	8
图 7: 2010 年第 4 季度中国手机 IM 累计账户市场份额	8
图 8: 2010 年第 4 季度中国手机 IM 活跃账户市场份额	8
图 9: 飞信活跃用户渗透率逐年提高	9
图 10: 业务融合是移动 IM 的未来趋势	9
图 11: 飞信的发展趋势是运营商产品的互联网化	10
图 12: 公司开发的务工易和百事易是农信通的两大主打产品	12
图 13: 2013 年我国 BSM 市场规模可达 47.9 亿元	13
图 14: 预计 2011 年 OSS 系统市场规模将达到 28 亿元左右	13

表格目录

表 1: 2011 年飞信活跃用户数将突破 1 亿户	10
表 2: 公司在 OSS 领域的市场占有情况	14
表 3: 公司产品盈利预测假设	15
表 4: 可比公司估值水平	15
表 5: 公司 WACC 估值敏感性分析表	16

分析师与联系人简介

黄文戈，通信和互联网行业分析师，中欧国际工商学院MBA。

张彤宇，南开大学管理学博士。曾就职于中国联通北京分公司，任品牌经理、经济师、企业培训师，拥有5年通信运营经验，负责移动通信产品研发、成本收益核算、营销策划等工作，主持项目60余项。2010年6月加盟民生证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璿	北京	010-85127761	13621034253	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
李北铎	上海	021-68885797	18621639595	libeiduo@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	Zhuguangyu@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
许力平	广深	0755-22662071	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22662071	13701050353	weikejia@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 518040

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 200120

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。